

太阳纸业 (002078.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

新增产能密集投产，有望充分受益浆纸价格回升

事件

8 月多家纸企新发涨价函，有望助力改善行业盈利空间。8 月以来，包括玖龙、山鹰、理文等在内的多家纸企相继发布涨价函，涨价幅度多为 30 元/吨。这已是 7 月以来包装纸行业的第四轮涨价，行业调价频率明显加快。

经营分析

海外浆厂减产节奏明确，浆价有望企稳回升。受国内纸浆产能集中投放、进口纸浆库存累计和下游需求偏弱等因素影响，25 年以来国内浆价持续走弱。截止 2025/8/5，国内阔叶浆/针叶浆 25 年以来均价较 24 年分别-13.1%/+3.0%。截止 25 年 7 月底，国内主流港口木浆库存环比-3.8 万吨至 210.5 万吨，虽仍处较高分位但已呈去库态势。海外浆厂亦纷纷减产或停产以期改善盈利，如 UPM 的 Kaukas 浆厂在 25Q3 的例行检修将会延长至约 2 个月，Metsa 旗下 69 万吨/年的针叶浆厂因市场订单不足而开始临时减产。整体看，国内外浆厂供给过剩对浆价的冲击已充分显现，浆价已逐渐筑底企稳，25H2 在需求回暖的刺激下有望迎来温和修复。

成品纸价触底，浆价回升与需求改善后有望持续回暖。截止 2025/8/5，白卡纸/双胶纸/生活用纸/箱板纸/瓦楞纸 25 年均价较 24 年分别-2.5%/-4.0%/-7.0%/+2.0%/-1.9%。纸价走弱，预计主因上游浆价偏弱及下游需求难有实质支撑。25 年 7 月，白卡纸/双胶纸/生活用纸/箱板纸/瓦楞纸开工率同比 -4.2/-5.6/+4.7/+1.9/+1.8pct 至 74.6%/56.0%/65.3%/67.3%/62.6%。行业新增产能投放较多，预计新投放产能因纸价偏弱利润端承压明显，使开工率未有明显提升。随着浆价逐渐企稳回升，叠加 9-11 月为文化纸招标旺季、25H2 进入箱板瓦楞纸消费旺季，在下游需求刺激下，纸价有望持续回暖以增厚纸厂利润空间。

新增产能密集投产，持续打造林浆纸一体化优势。2025 年，公司 3.7 万吨特种纸基新材料项目已于 4 月试产，南宁一期高档包装纸生产线、二期年产 40 万吨特种纸、35 万吨漂白化学木浆、15 万吨机械木浆、4 条生活用纸产线将于 25Q4 陆续试产投产。公司深耕老挝基地多年，年新增林木种植面积在 1 万公顷以上。公司作为国内造纸龙头，多品种布局纸浆产业链，持续强化林浆纸一体化优势，进一步凸显卓越的成本管控能力。公司 25 年投放产能较多，在浆纸价格逐渐触底回升的背景下，预计将显著改善盈利表现。

盈利预测、估值与评级

预计 25-27 年公司营业收入 436.97/472.71/506.73 亿元，同比 +7.29% /+8.18%/+7.20%，归母净利润 35.46/39.89/44.63 亿元，同比+14.33%/+12.49%/+11.89%。我们预计公司 25-27 年 EPS 为 1.27/1.43/1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；原材料价格上涨；新投放产能利用率不足。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.40 元

相关报告：

1. 《太阳纸业公司点评：Q2 盈利略回落，浆价下行看好 2H 盈利回暖》，2024.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	39,544	40,727	43,697	47,271	50,673
营业收入增长率	-0.56%	2.99%	7.29%	8.18%	7.20%
归母净利润 (百万元)	3,086	3,101	3,546	3,989	4,463
归母净利润增长率	9.86%	0.50%	14.33%	12.49%	11.89%
摊薄每股收益 (元)	1.10	1.11	1.27	1.43	1.60
每股经营性现金流净额	2.34	3.03	2.15	2.77	2.78
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.84%	10.84%	11.56%	12.06%	12.49%
P/E	11.02	13.40	11.35	10.09	9.02
P/B	1.31	1.45	1.31	1.22	1.13

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	39,767	39,544	40,727	43,697	47,271	50,673
增长率		-0.6%	3.0%	7.3%	8.2%	7.2%
主营业务成本	-33,735	-33,261	-34,205	-36,735	-39,569	-42,240
%销售收入	84.8%	84.1%	84.0%	84.1%	83.7%	83.4%
毛利	6,032	6,284	6,521	6,962	7,702	8,433
%销售收入	15.2%	15.9%	16.0%	15.9%	16.3%	16.6%
营业税金及附加	-178	-220	-206	-218	-284	-304
%销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
销售费用	-153	-154	-177	-175	-189	-253
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
管理费用	-1,033	-957	-985	-1,049	-1,134	-1,318
%销售收入	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.6%
研发费用	-781	-929	-762	-830	-898	-963
%销售收入	2.0%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	3,888	4,024	4,392	4,689	5,197	5,595
%销售收入	9.8%	10.2%	10.8%	10.7%	11.0%	11.0%
财务费用	-834	-760	-716	-877	-909	-799
%销售收入	2.1%	1.9%	1.8%	2.0%	1.9%	1.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	18	-1	0	0	0
投资收益	22	21	34	25	25	30
%税前利润	0.7%	0.6%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%
营业利润	3,033	3,296	3,613	3,859	4,336	4,851
营业利润率	7.6%	8.3%	8.9%	8.8%	9.2%	9.6%
营业外收支	35	23	-31	-5	0	0
税前利润	3,068	3,320	3,582	3,854	4,336	4,851
利润率	7.7%	8.4%	8.8%	8.8%	9.2%	9.6%
所得税	-251	-219	-471	-308	-347	-388
所得税率	8.2%	6.6%	13.2%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	2,817	3,101	3,111	3,546	3,989	4,463
少数股东损益	8	15	10	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,809	3,086	3,101	3,546	3,989	4,463
净利率	7.1%	7.8%	7.6%	8.1%	8.4%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,817	3,101	3,111	3,546	3,989	4,463
少数股东损益	8	15	10	0	0	0
非现金支出	2,109	2,181	2,386	2,409	2,532	2,672
非经营收益	578	528	725	885	965	856
营运资金变动	-1,754	728	2,255	-838	265	-213
经营活动现金净流	3,750	6,538	8,477	6,002	7,751	7,778
资本开支	-4,682	-4,736	-5,557	-2,290	-3,042	-3,542
投资	-1,446	-33	-2	0	0	0
其他	7	0	9	25	25	30
投资活动现金净流	-6,121	-4,769	-5,550	-2,265	-3,017	-3,512
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	2,491	-441	-380	-1,201	-1,473	-1,726
其他	-683	-1,402	-2,201	-2,442	-2,589	-2,674
筹资活动现金净流	1,808	-1,843	-2,581	-3,643	-4,062	-4,400
现金净流量	-563	-73	346	94	672	-134

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,386	2,495	3,234	3,322	3,989	3,852
应收款项	3,934	4,586	4,020	4,754	5,035	5,398
存货	5,339	4,574	4,752	4,913	5,292	5,649
其他流动资产	928	1,213	756	728	752	810
流动资产	12,588	12,868	12,762	13,717	15,069	15,709
%总资产	26.2%	25.5%	24.2%	25.6%	27.2%	27.6%
长期投资	416	442	454	454	454	454
固定资产	32,147	34,539	36,566	36,197	36,705	37,573
%总资产	67.0%	68.3%	69.5%	67.7%	66.3%	66.1%
无形资产	1,906	1,959	2,150	2,157	2,164	2,170
非流动资产	35,426	37,683	39,864	39,787	40,300	41,173
%总资产	73.8%	74.5%	75.8%	74.4%	72.8%	72.4%
资产总计	48,014	50,551	52,626	53,504	55,369	56,882
短期借款	10,467	10,211	9,986	9,149	7,676	5,950
应付款项	5,954	5,615	5,590	6,011	6,756	7,217
其他流动负债	1,027	1,054	1,410	1,018	1,223	1,327
长期借款	17,448	16,879	16,986	16,179	15,655	14,494
长期贷款	6,640	6,702	6,426	6,426	6,426	6,426
其他长期负债	753	814	487	116	111	108
负债	24,840	24,395	23,899	22,721	22,192	21,028
普通股股东权益	23,084	26,051	28,614	30,670	33,063	35,741
其中：股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
未分配利润	15,218	17,667	19,930	22,057	24,450	27,128
少数股东权益	90	104	113	113	113	113
负债股东权益合计	48,014	50,551	52,626	53,504	55,369	56,882

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.005	1.104	1.110	1.269	1.427	1.597
每股净资产	8.259	9.322	10.239	10.975	11.831	12.790
每股经营现金净流	1.342	2.340	3.033	2.148	2.774	2.783
每股股利	0.600	0.860	0.660	0.508	0.571	0.639
回报率						
净资产收益率	12.17%	11.84%	10.84%	11.56%	12.06%	12.49%
总资产收益率	5.85%	6.10%	5.89%	6.63%	7.20%	7.85%
投入资本收益率	8.86%	8.73%	8.45%	9.30%	10.11%	10.67%
增长率						
主营业务收入增长率	24.28%	-0.56%	2.99%	7.29%	8.18%	7.20%
EBIT 增长率	-1.11%	3.51%	9.14%	6.77%	10.82%	7.66%
净利润增长率	-5.01%	9.86%	0.50%	14.33%	12.49%	11.89%
总资产增长率	12.35%	5.28%	4.11%	1.67%	3.49%	2.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.4	19.3	18.0	19.0	19.0	19.0
存货周转天数	47.9	54.4	49.8	48.8	48.8	48.8
应付账款周转天数	42.2	45.2	43.9	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	265.0	313.5	296.7	269.2	245.1	224.1
偿债能力						
净负债/股东权益	63.50%	55.12%	45.87%	39.81%	30.48%	23.78%
EBIT 利息保障倍数	4.7	5.3	6.1	5.3	5.7	7.0
资产负债率	51.74%	48.26%	45.41%	42.47%	40.08%	36.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	6	11	56
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.15	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-26	买入	11.28	N/A
2	2024-04-10	买入	15.05	N/A
3	2024-08-29	买入	12.07	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806